

专题一

资产价格与金融稳定： 国际经验

近年来，国际国内资产价格呈总体上升趋势，房地产价格和股票价格上涨较快，引起各方关注。

一、资产价格波动对金融稳定的影响

资产价格主要是指股票、债券、房地产、外汇、资源品等重要资产的价格。通常，对资产价格的研究以股票价格和房地产价格为重点。资产价格波动可分为正常波动和异常波动两种。各国维护金融稳定工作，通常关注资产价格的异常波动。资产价格异常波动通过宏观经济和微观主体影响金融稳定。

从宏观上看，资产价格异常波动通过以下方面影响金融稳定。一是影响投资。资产价格异常波动使资产投资回报的预期和资产需求发生变化，导致企业投资和经济金融波动。二是影响消费。资产价格异常波动导致资产所有者、资产需求者的融资和消费变化，引致消费波动。三是影响国际收支。开放经济条件下，资产价格异常波动会影响资金流动、外债规模、外汇储备和本币汇率等国际收支要素，进而危及企业和政府偿债能力及国际收支平衡。四是影响通货膨胀。资产价格异常波动会影响通货膨胀率，加大货币政策的制定和实施难度。

从微观上看，资产价格异常波动通过以下方面影响金融稳定。一是影响企业。资产价格泡沫破裂会增大企业融资成本，企业财富减少，生产经营能力下降，经济效益下滑，偿债能力和投资需求下降。二是影响居民。资产价格泡沫破裂使居民财富缩水，偿债能力和消费需求下降。三是影响金融机构。资产泡沫破裂会导致不良资产增加，侵蚀银行资本，出现信贷紧缩。此外，银行资产质量下降也可能导致存款外逃和银行挤兑，甚至出现货币替代、资本外逃和经济大幅波动。

历史上，资产价格异常波动曾多次引发金融危机和经济衰退。例如，20世纪八九十年代日本的资产价格异常波动就曾给日本经济金融体系稳定造成重大冲击。日本资产泡沫于20世纪80年代中后期形成，并于1987~1989年达到极点。1990年，日本股票价格跌幅达40%以上，地价跌幅超过46%。日本资产泡沫的破裂使银行不良资产急剧上升，证券业空前萧条，影响企业与消费者信心，经济陷入衰退。又如，1997年亚洲金融危机期间，一些受危机影响的国家和地区曾出现过资产价格大幅下跌，并加剧银行存款下降和信贷资产损失，助长了本币贬值和资金抽逃。

值得注意的是，也有股市暴跌对经济基本面没有产生较大影响的例子。如

美国纳斯达克指数在 2000 年 3 月到达 5 000 点的高峰后开始一路下跌，年底收于 2 471.9 点。然而，股市暴跌、泡沫破裂并没有引发金融危机，也没有对实体经济产生巨大冲击，这主要是因为美国拥有较为健全的银行体系和债券市场，能够抵御股市泡沫破裂的影响。

二、全球资产价格波动与全球金融稳定

近年来，全球资产价格上涨幅度较大。近期一些国家（地区）的资产价格出现调整，对全球金融稳定的影响已引起各国的密切关注。

（一）全球资产价格上涨情况和原因

在经济全球化背景下，贸易与投资使各国经济联系变得更为紧密，资产在世界范围内配置，各国资产价格的变动呈现同步化趋势。近年来，全球资产价格呈总体上升趋势，许多股市大幅上扬，部分国家的房价上涨较多，初级原材料价格也上涨较快。2006 年，越南、中国、印度尼西亚、印度、墨西哥等国股票指数上涨率超过 40%（图 1）。

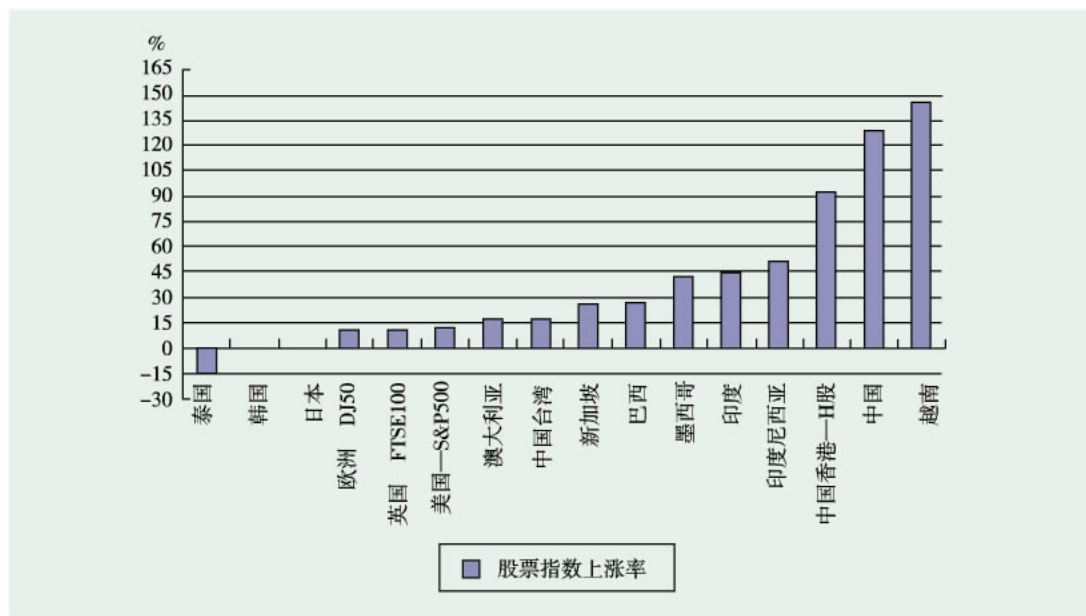


图 1 2006 年股票指数上涨率的国际比较

注：中国的指数是沪深 300 指数上涨率。

数据来源：Bloomberg, BNP Paribas。

部分国家的房价也上涨较快。过去 10 年来，英国、澳大利亚、西班牙、瑞典、荷兰、比利时、法国、卢森堡、意大利、美国等国的资产价格都出现不同程度的上涨。与 10 年前相比，2006 年 9 月美国和英国的房价分别上涨了 1 倍和 2 倍（图 2）。



图 2 最近 10 年美国 and 英国的住房价格波动

数据来源：CEIC。

2003 年以来，IMF 的能源和非能源价格指数走势清晰地说明国际资源品价格上涨较快（图 3）。2006 年 12 月的英国布伦特原油、巴西铁矿石、加拿大铝、英国铜分别比 2005 年 1 月上涨了 41%、19%、54% 和 111%（图 4）。

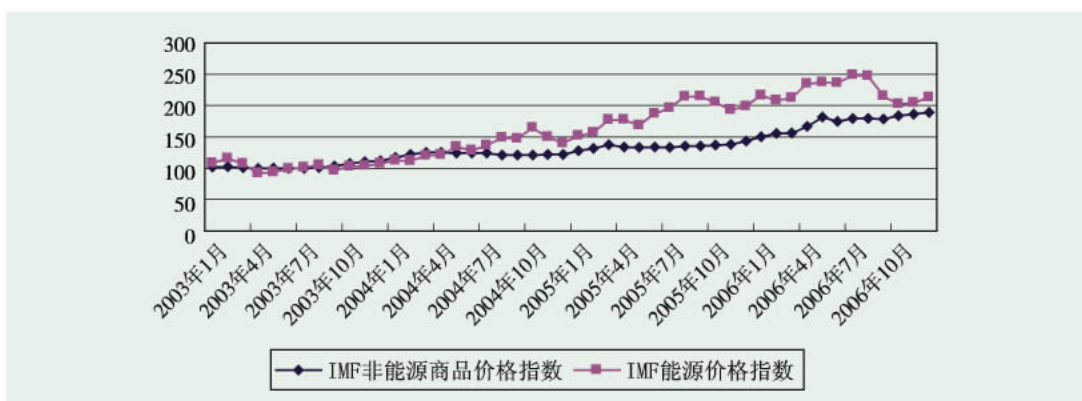


图 3 2003 年以来的 IMF 能源和非能源价格指数

数据来源：《国际金融统计》。

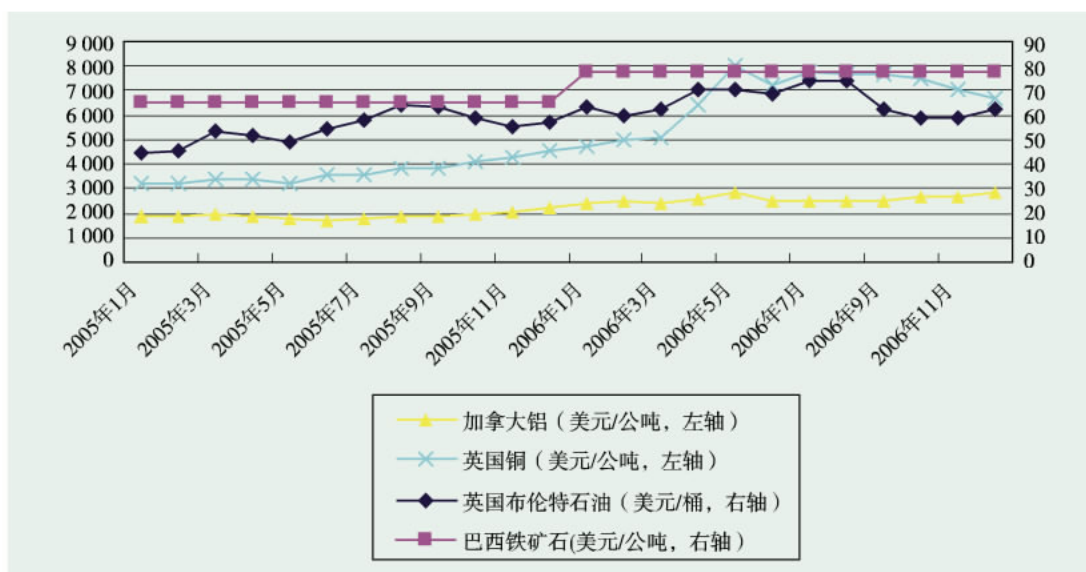


图4 2005年以来全球大宗商品价格变动

数据来源:《国际金融统计》。

导致近年全球资产价格上涨的因素主要有:

全球经济回升和政治形势平稳。过去5年来,世界经济增长较快,平均增长率超过4%,推动对资产的需求持续增长。尽管存在伊拉克战争、石油供给冲击、飓风等不确定因素,但全球总体政治形势基本平稳,这为各国经济发展提供了较好的外部环境。

跨境资金流动大幅增加。日元利差交易和跨境并购交易等因素导致跨境资金流动规模不断扩大,推动资产价格上涨。

全球流动性过多。主要货币当局较长时间维持宽松货币政策,以及亚洲国家和石油输出国的储蓄过多等因素,使全球流动性过多。持有大量资金的投资者愿意承担较大风险投资于各类资产。

金融衍生产品市场的快速发展。全球范围内的金融创新,私人股权投资基金的发展促进了资产证券化业务和资本市场迅速发展。金融衍生产品既为一些经济主体提供了避险功能,也为过剩的流动性追逐全球资产提供了平台,资产流动性增强,资产价格上涨空间增大。

居民借贷规模和能力上升。过去20年间,利率和通货膨胀率较低,居民债务显著增加,居民对资产的需求上升推高了资产价格。

经济金融政策完善和全球化进程加快。各国经济金融政策日趋完善,财政赤字大幅度减少,全球经济实现了高增长和低通胀;同时由新兴经济体全球化

进程加快而带来的大量廉价劳动力和低成本产品，不仅有助于全球经济持续增长，而且缓解了通货膨胀压力。这些因素在一定程度上增强了投资者对资产价格上涨的乐观预期，助长了资产价格的上涨。

（二）全球资产价格异常波动风险及其对全球金融稳定的影响

过去几年，全球资产价格快速上涨固然有其合理成分，但一些国家的资产价格开始呈现泡沫化因素，并已出现调整迹象，其对全球金融稳定的影响引起了广泛关注。

良好的经济金融环境是支撑资产价格上涨的重要因素，但多国教训表明，持续增长的经济和较低的通货膨胀水平，会增强乐观预期，降低风险溢价，吸引资金从其他市场流向资产市场，推高资产价格，甚至滋生资产泡沫。

此外，发达国家越来越多的退休人口正在进行金融资产配置调整，减持金融资产，增持现金以满足养老需要，给资产价格带来下行压力。近期有些资产价格调整的风险已经显现。

资产价格异常波动会引起投资、消费波动，进而导致经济波动，并通过影响企业、居民和金融机构影响金融稳定，还会增大全球经济金融政策的制定和实施难度。各国政策制定者需要在保持高增长、低通胀与防止资产价格异常波动、经济过热之间寻求艰难的平衡。

我国资产价格波动主要体现为房地产价格和股票价格两方面。资产价格的涨幅是否在正常区域内，目前专家学者尚未达成共识。从金融稳定的角度出发，需关注资产价格的变化。要加强投资者教育，提高投资者风险意识，切实保护投资者权益。同时，由于直接融资发展相对滞后，企业融资高度依赖于银行体系，使金融风险向银行体系集中，因此需要特别关注银行体系的稳健性，防范系统性风险。

（主要执笔：孙 涛、杨小军）

